下载日期已评定，仅供内部参考

证券研究报告

从运价周期到模式壁垒，重估货运航司价值

全球典型货运航司景气度跟踪

证券分析师：
郑逸欢 A0230526010001
闫海 A0230519010004
联系人：
郑逸欢 A0230526010001
2026.9.6

SWS RESEARCH

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

- **全球航空货运景气度持续上行：2025年6月全行业货邮周转量（CTK）同比增长8.5%，7月在欧洲小额包裹免税政策取消的情况下需求保持韧性，7月同比增长3.9%，全球可供货邮吨公里（ACTK）6月同比增长4.4%，7月同比增长1.7%，需求增速连续快于运力供给，腹舱恢复滞后叠加全货机交付周期长，供需剪刀差是运价中枢的中期支撑；AI半导体、医药冷链与跨境电商等构成需求端核心增量。**
- **复盘2016–2025年全球供需周期：**疫情前供需同步波动，2020–2022年供给崩塌、需求深跌后快速反弹形成较大缺口，2023–2024年跨境电商需求爆发而运力爬坡滞后，2025年受美国关税与贸易政策影响，供需增速双双回落至3–4%区间，但供给缺口尚未收敛，运价中枢有望维持相对高位。
- **三种商业模式决定三种估值逻辑，全球货运玩家商业模式主要分三类：客货混合承运人**（国泰、长荣、华航、汉莎、法荷航、新航、大韩、ANA）以客机腹舱+全货机双轮驱动，货运本质是客运业务的"利润缓冲垫"，壁垒来自航权、时刻与机队规模；**物流集成商**（FedEx、UPS、DHL）拥有自有全货机梯队与全球分拨枢纽、末端派送网络，卖的是"时效确定性"，航空网络在其体系内是服务时效的成本中心而非独立利润单元，壁垒最高；**专业空运物流商**（东航物流、国货航）以航空货运为主业，货运"纯度"全球样本最高，运价弹性最大，壁垒来自航权、货站资源与央企航司背景。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

- **投资分析意见：估值与“货运纯度×网络壁垒”正相关。**客货混合型航空公司PE均值约10x，处于较低估值区间，反映市场对传统航空业高资本开支、盈利周期性及油价波动风险等给予的周期定价；物流集成商PE均值约18x，体现其全球网络、综合物流能力及盈利稳定性带来的估值定价。**重点推荐东航物流、国泰航空，关注国货航。**
- **东航物流：**洲际运力优势突出，全球货运市场结构性紧缺，需求超预期增长，核心受益AI硬件及高端半导体跨境运输需求，货站业务资源壁垒高，综合物流解决方案核心竞争力持续增强。同时公司稳健分红，现金流好，盈利中枢较疫情前大幅上移，货站与综合物流平滑周期，业绩具备较强向上弹性。
- **国泰航空：**地缘问题扰动下香港国际枢纽地位更为凸显，客货运双向增长，货运业务是公司重要利润弹性来源，在行业上行周期能够显著对冲客运业务压力。依托香港国际航空枢纽优势与专业特殊货物运输能力，公司上半年专业货运方案半导体及医药品等业务增长，主打高端精密设备、AI硬件、半导体元器件的跨境空运服务。
- **国货航：**国内载旗货运航司，手握优质欧美核心航权时刻资源，构建强大的客机腹舱与全货机协同网络，全货机机队持续扩容，综合物流具备成长空间。
- **风险提示：宏观经济、需求增长不及预期；国际贸易政策不确定风险；航空油价、汇率向不利方向变化。**

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 全球航空货运业景气度上升
2. 客货混运承运人：客运业务为主，客机腹舱+全货机双轮驱动
3. 物流集成商：重资产货机梯队，多业务形成全球集散网络
4. 专业空运物流商：货运“纯度”高，全货机+货站+综合物流构建壁垒
5. 投资分析意见
6. 风险提示

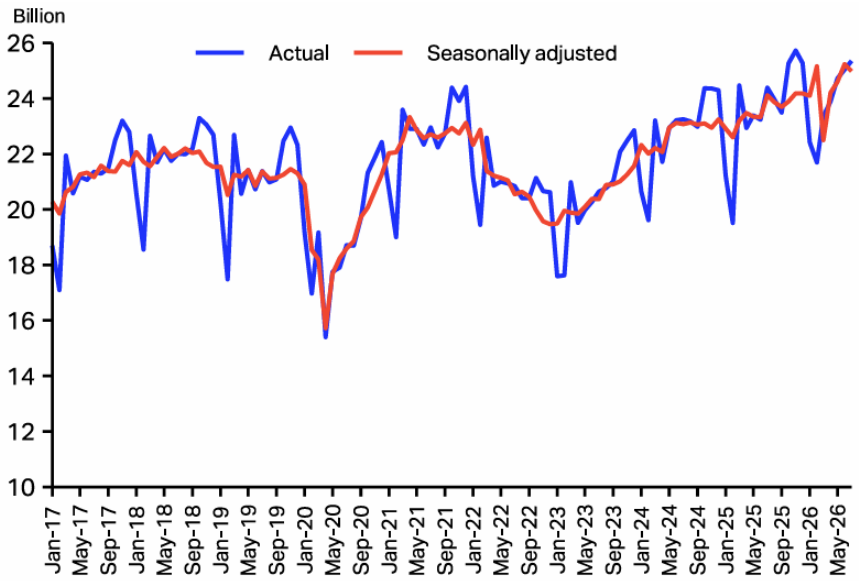
SWS RESEARCH

下载日志已记录，仅供内部参考

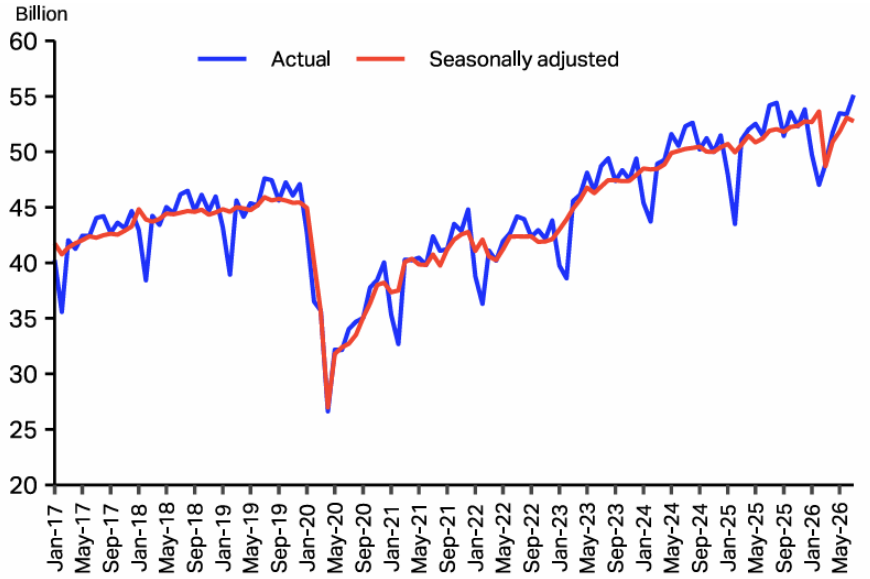
全球航空货运业景气度上升

- 全球航空货运行业近年保持需求增长，景气度向上。六月份全球空运市场进一步走强，延续了五月已经显现的改善趋势，7月在欧洲小额包裹免税政策取消的情况下需求保持韧性。6月全球货邮周转量（CTK）同比增长8.5%，7月同比增长3.9%。
- 航空公司增加运力供给的速度明显慢于货量增长，保持了相对紧张的运营环境，全球可供货邮吨公里（ACTK）6月同比增长了4.4%，7月同比增长1.7%。

图：全球航空货运行业货邮周转量CTK（十亿吨公里）



图：全球航空货运行业可供货邮吨公里ACTK（十亿吨公里）

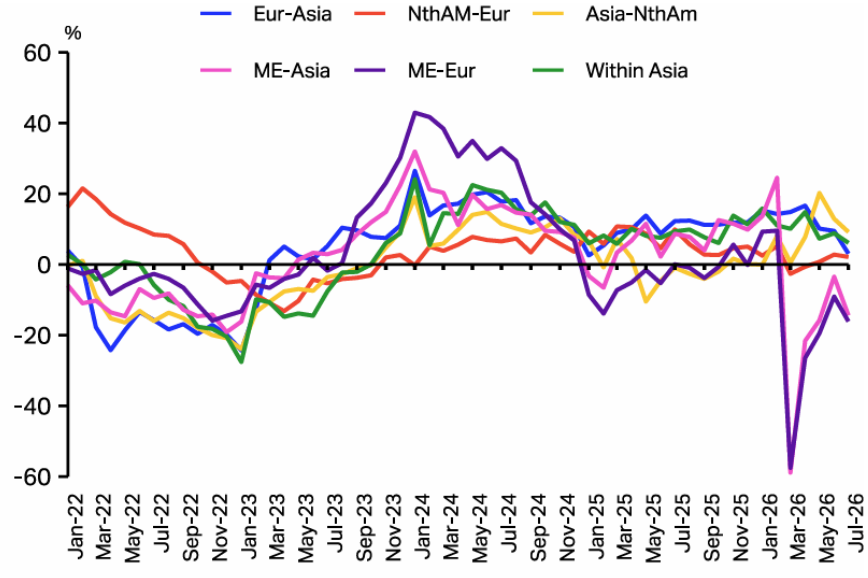


下载日志已记录，仅供内部参考

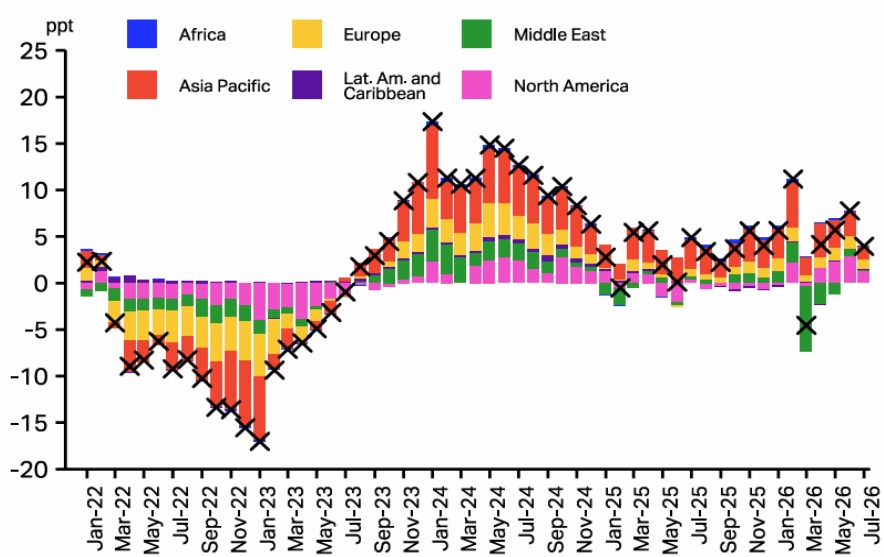
全球航空货运业景气度上升

- **行业的需求增长主要集中在北美、亚太两个大市场。**6月北美航空公司同比增速为13.1%、亚太航空公司增长7.9%，北美+亚太两大区域产生了将近四分之三的额外增量，欧洲航空公司表现稳健录得6.9%增长，而拉美和加勒比地区航空公司落后市场仅增长3.5%。7月北美航司同比增长4.8%领先，亚太航司增长4.1%，欧洲航司同比增长4.4%，北美+亚太+欧洲占到行业名义扩张的90%以上。
- **与亚洲相关航线表现强劲，亚洲-北美走廊航线7月同比增长9.2%，在AI和半导体需求的推动下，实现连续六个月同比正增长。欧洲–亚洲走廊航线是第二大增长通道，7月同比增长3.1%，已实现连续增长41个月，相比6月增长有所放缓。欧洲小额包裹免税政策变化后，电子商务量下降与增速放缓一致，而空运运价虽然较6月下降，但仍远高于2025年7月的水平。**

图：按航线区域的国际CTK（同比%）



图：各地区对全行业CTK增长的贡献（同比%）



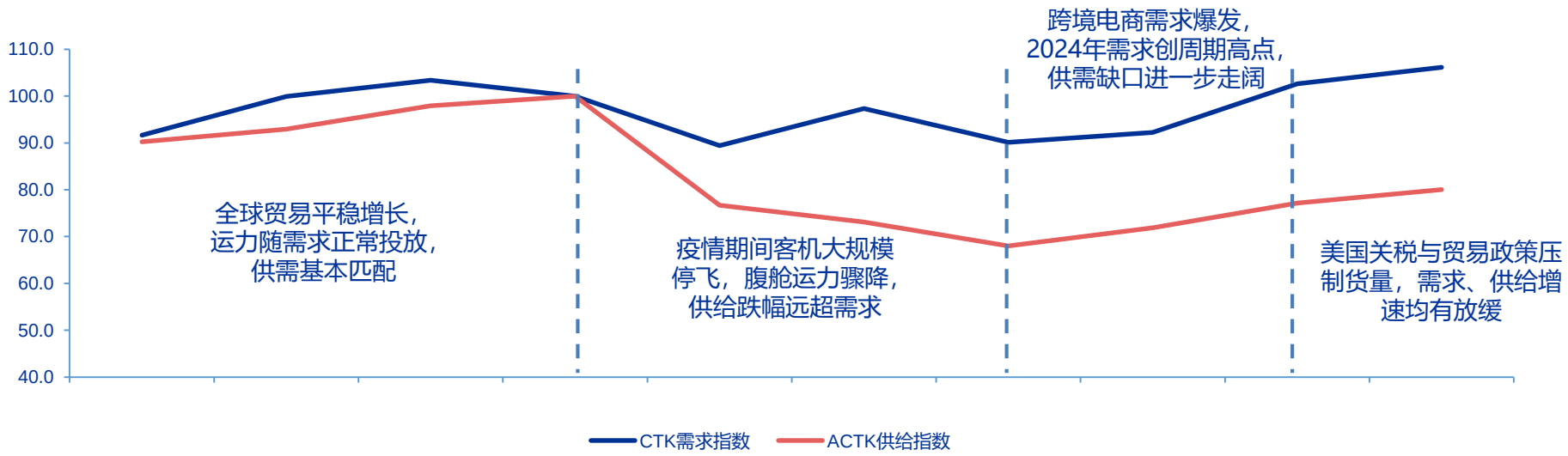
下载日志已记录，仅供内部参考

全球航空货运供需周期复盘，剪刀差是运价中枢的中期支撑

- **2016–2019年： 供需同步波动。**全球贸易平稳增长，运力随需求正常投放，供需基本匹配。
- **2020–2022年：疫情期间供给崩塌、需求深跌后快速反弹。**2020年客机大规模停飞，腹舱运力骤降，供给跌幅远超需求；2021–2022年需求受补库和消费刺激快速反弹，但腹舱恢复缓慢、全货机交付周期长，供给持续收缩。
- **2023–2024年： 需求高增、供给爬坡滞后。**跨境电商需求爆发带动需求增长；运力虽恢复增长但腹舱尚未完全回到2019年水平。
- **2025 年：供需增速放缓。**美国关税与贸易政策压制货量，需求增速降至+3.4%、供给+3.7%。

YOY(%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
货运吨公里CTK	3.8	9.0	3.5	-3.3	-10.6	8.9	-7.4	2.3	11.3	3.4
可用货运吨公里ACTK	5.3	3.0	5.4	2.1	-23.3	-4.7	-7.0	5.7	7.4	3.7

图：全球航空货运供给（ACTK）与需求（CTK）变化



资料来源：IATA，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

全球航空货运玩家的三种商业模式

- **客货混合型承运人——以客机腹舱带货为主、辅之以部分全货机。**货运收入占比相对较小，本质上是客运业务的“利润缓冲垫”，盈利对运价周期敏感。壁垒来自航权、时刻和机队规模等。
- **物流集成商——拥有自有全货机队，并配套全球分拨枢纽和末端派送网络，实现“空运+地面”一体化。**时效件定价权强，航空网络在其体系内是服务时效的成本中心，非独立利润单元。网络壁垒高，来自全球网络密度与分拣自动化能力。
- **专业航空货运物流商——以航空货运为主业，运力结构为全货机+经营客运公司腹舱，并掌握机场货站资源。**货运收入占比最高，业绩对运价弹性最大。壁垒来自航权、货站资源以及央企航司背景等。

客货混合型承运人	物流集成商	专业航空货运物流商
运力结构：客机腹舱为主+部分全货机 **收入特征**：货运占比相对小，是客运的“利润缓冲垫”，运价周期敏感 **壁垒**：航权+时刻+机队，中等 **代表**：国泰航空、汉莎航空、大韩航空、新加坡航空、ANA等	**运力结构：自有全货机队+全球分拨枢纽+末端派送** **收入特征**：时效件定价权强，航空网络是成本中心而非独立利润单元 **壁垒**：全球网络密度+分拣自动化，最高 **代表**：FedEx、UPS、DHL	**运力结构：全货机+经营客运公司腹舱+机场货站** **收入特征**：货运占比为全球样本最高，运价弹性大 **壁垒**：航权+货站资源+央企航司背景，中高 **代表**：东航物流、国货航

货运业务的“纯度”和对空运运价的弹性递增

下载日志已记录，仅供内部参考

全球航空货运玩家的三种商业模式

按三种商业模式选取全球13家上市公司典型样本：

- 客货混合型承运人（8家）：覆盖中国港台地区（国泰航空、长荣航空、中华航空）、欧洲（汉莎航空、法荷航）和亚洲（新加坡航空、大韩航空、ANA控股）。货运模式以"全货机+客机腹舱"为主，汉莎、法荷航、ANA另设独立货运子公司运营。
- 物流集成商（3家）：FedEx、UPS、DHL，均为"全货机空运+地面分拣+末端派送"一体化模式。
- 专业空运物流商（2家）：中国内地的东航物流、国货航，模式为"全货机+腹舱+货站+综合物流解决方案"。

表：全球航空货运玩家典型样本

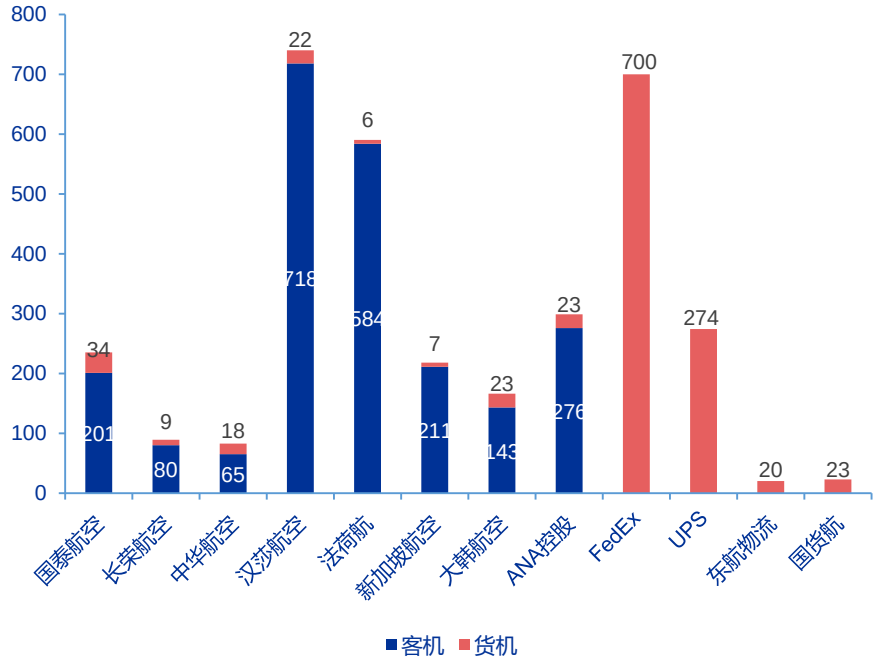
商业模式	地域	公司	代码/上市地	总部	货运业务模式
客货混合型承运人	中国港台地区	国泰航空	0293.HK	中国香港	全货机+客机腹舱
		长荣航空	2618.TW	中国台湾	全货机+客机腹舱
		中华航空	2610.TW	中国台湾	全货机+客机腹舱
	欧洲样本	汉莎航空	LHA.DE	德国	独立货运子公司+经营集团客机腹舱
		法荷航集团	AF.PA	法国/荷兰	独立货运子公司+客机腹舱
	亚洲样本	新加坡航空	C6L.SG	新加坡	全货机+客机腹舱
		大韩航空	003490.KS	韩国	全货机+客机腹舱
		ANA控股	9202.T	日本	独立货运子公司+客机腹舱
物流集成商	欧美三大集成商	FedEx	FDX.N	美国	全货机空运+地面分拣+末端派送
		UPS	UPS.N	美国	全货机空运+地面分拣+末端派送
		DHL	DHL.DF	德国	全货机空运+地面分拣+末端派送
专业空运物流商	中国内地	东航物流	601156.SH	中国上海	全货机+腹舱+货站+综合物流解决方案
		国货航	.SZ	中国北京	全货机+腹舱+货站+综合物流解决方案

下载日志已记录，仅供内部参考

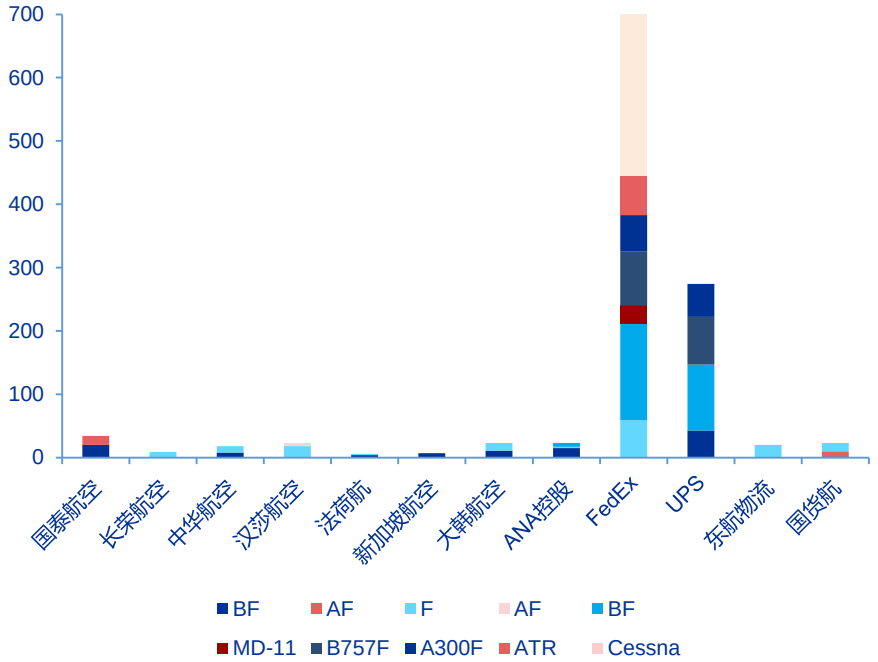
全球货运航司规模及结构

- **传统航司客机腹舱+全货机双轮驱动，物流集成商货机规模庞大，国内货航聚焦洲际运力**
- 客货混合型承运人以客运机队为基本盘，全货机数量有限，货运供给很大程度依赖客机腹舱，其中汉莎航空全货机数量相对突出，亚洲航司货机以远程干线机型为主。
- FedEx、UPS物流集成商为重资产模式，搭建干线+支线完整层级货机机队，货机机队规模大幅领先，拥有较强集散网络。
- 国内货运航司作为专业航空货运物流商具备一定全货机规模，体量小于物流集成商，主要聚焦洲际运力。

图：全球典型货运航司机队规模（架，截至26H1）



图：全球典型货运航司货机结构（架，截至26H1）



下载日志已记录，仅供内部参考

2025年度全球货运航空公司排名

表：全球TOP25货运航司排名

排名	航司名称	CTK (十亿吨公里)	同比增速	总部	主基地	承运人类型
1	FedEx Express	18	1.20%	Memphis, USA	MEM	Integrator
2	Qatar Airways Cargo	15.2	5.60%	Doha, Qatar	DOH	Combination
3	UPS Airlines	15.1	6.00%	Louisville, USA	SDF	Integrator
4	Emirates SkyCargo	~12.5	6%	Dubai, UAE	DXB	Combination
5	Atlas Air	~11.5	8%	Purchase, USA	JFK / ANC	ACMI / All-Cargo
6	Turkish Airlines Cargo	~10.5	12%	Istanbul, Türkiye	IST	Combination
7	Korean Air Cargo	8.7	7%	Seoul, S. Korea	ICN	Combination
8	China Southern Cargo	~8.0	10%	Guangzhou, China	CAN	Combination
9	Cathay Cargo	~7.8	11%	Hong Kong	HKG	Combination
10	Cargolux	~7.5	5%	Luxembourg	LUX	All-Cargo
11	Lufthansa Cargo	~7.0	6%	Frankfurt, Germany	FRA	Combination
12	Singapore Airlines Cargo	~6.8	8%	Singapore	SIN	Combination
13	Air China Cargo	~6.0	9%	Beijing, China	PEK	Combination
14	China Eastern Airlines	~5.5	New entrant	Shanghai, China	PVG	Combination
15	ANA Cargo	~5.4	8%	Tokyo, Japan	NRT	Combination
16	China Airlines Cargo	4.35	5%	Taipei, Taiwan	TPE	Combination
17	British Airways	~4.3	New entrant	London, UK	LHR	Combination
18	Etihad Cargo	~4.2	New entrant	Abu Dhabi, UAE	AUH	Combination
19	EVA Air Cargo	~4.1	6%	Taipei, Taiwan	TPE	Combination
20	Air France Cargo	~3.9	4%	Paris, France	CDG	Combination
21	KLM Cargo	~3.8	4%	Amsterdam, NL	AMS	Combination
22	LATAM Cargo	~3.7	9%	Santiago, Chile	SCL	Combination
23	Saudia Cargo	~3.6	7%	Jeddah, KSA	JED	Combination
	Ethiopian Cargo	~.	%	Addis Ababa, Ethiopia	ADD	Combination
25	United Airlines Cargo	~3.4	5%	Chicago, USA	ORD	Combination

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 全球航空货运业景气度上升
2. 客货混运承运人：客运业务为主，客机腹舱+全货机双轮驱动
3. 物流集成商：重资产货机梯队，多业务形成全球集散网络
4. 专业空运物流商：货运“纯度”高，全货机+货站+综合物流构建壁垒
5. 投资分析意见
6. 风险提示

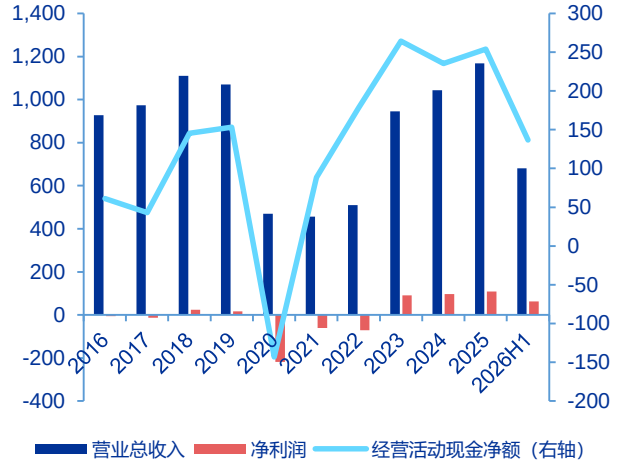
SWS RESEARCH

下载日志已记录，仅供内部参考

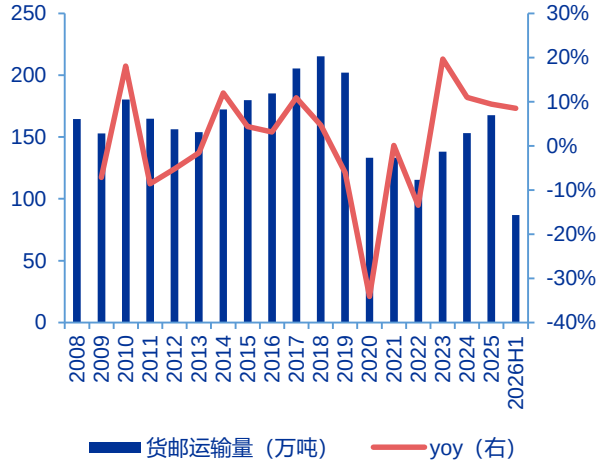
客货混合承运人——中国港台地区样本：国泰航空

- **香港枢纽承运人，货运受益半导体、医药冷链等高附加值市场，具备较强业绩弹性**
- 营业收入具备周期波动特征，2020-2022年受疫情冲击，营收大幅萎缩，净利润大幅亏损；经营活动现金流同步承压。疫情期间货运高景气带动公司修复，营收、利润、经营现金流显著回暖。随着香港航空枢纽恢复、客运运力回归及高收益航线修复，公司自2023年起归母净利润迅速转正，2025年进一步改善，经营现金流保持在较高水平。
- 公司货邮收益率与货邮载运率高度绑定行业周期。疫情供需紧张，载运率抬升，货邮收益率同步上行；随着市场供给修复，货运收益率有所回落。货运业务是公司重要利润弹性来源，在行业上行周期能够显著对冲客运业务压力。依托香港国际航空枢纽优势与专业特殊货物运输能力，公司26H1专业货运方案半导体及医药品等业务增长，主打高端精密设备、AI硬件、半导体元器件的跨境空运服务。

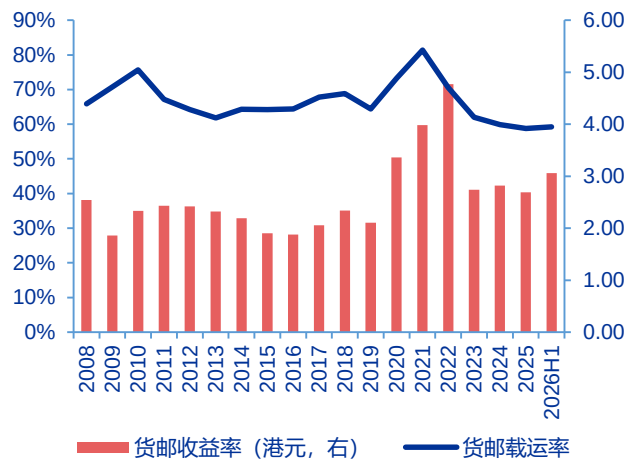
图：国泰航空盈利情况（亿港元）



图：国泰航空货邮吞吐量（万吨）



图：国泰航空货邮载运率及收益率变化

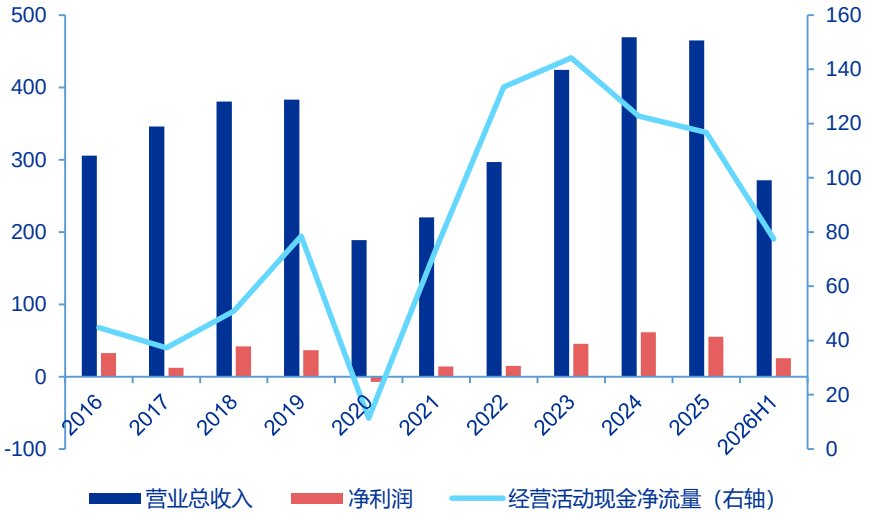


下载日志已记录，仅供内部参考

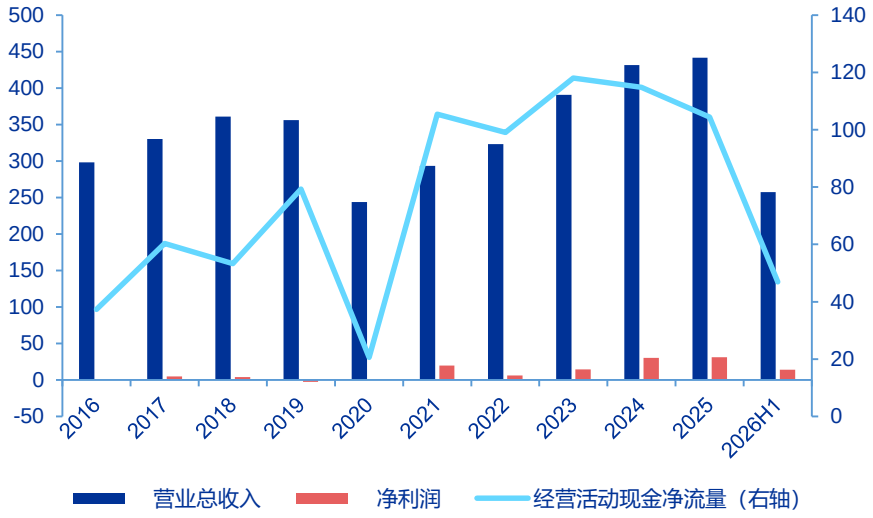
客货混合承运人——中国港台地区样本：长荣航空&中华航空

- **长荣航空&中华航空——货运是客运的“利润缓冲垫”，长荣盈利能力显著领先**
- 两家公司收入规模整体接近，但长荣净利润约为华航的近2倍，经营活动现金流亦长期高于华航，反映其单位运力盈利能力及现金创造能力更强。中华航空拥有更大的全货机机队，但长荣的盈利优势更多来自客运航线结构，其北美长航线占比较高，并通过桃园枢纽承接东南亚—北美转机需求，高端商务及探亲客群占比较高，叠加商务舱、豪华经济舱等高收益产品，使宽体机客运收益和资产利用效率更高。
- 长荣形成“高收益客运+腹舱货运”的协同优势。 台湾半导体、AI服务器及高价值电子产品出口旺盛，北美宽体客运航班在获取较高客运收益的同时，可利用腹舱承运高货值货物，边际成本较低，进一步提升单机盈利水平。中华航空货运业务对全货机依赖更高，且仍运营部分老龄747F，油耗、维修等成本较高，更多体现为收入规模和货运景气弹性。

图：长荣航空盈利情况（亿元）



图：中华航空盈利情况（亿元）

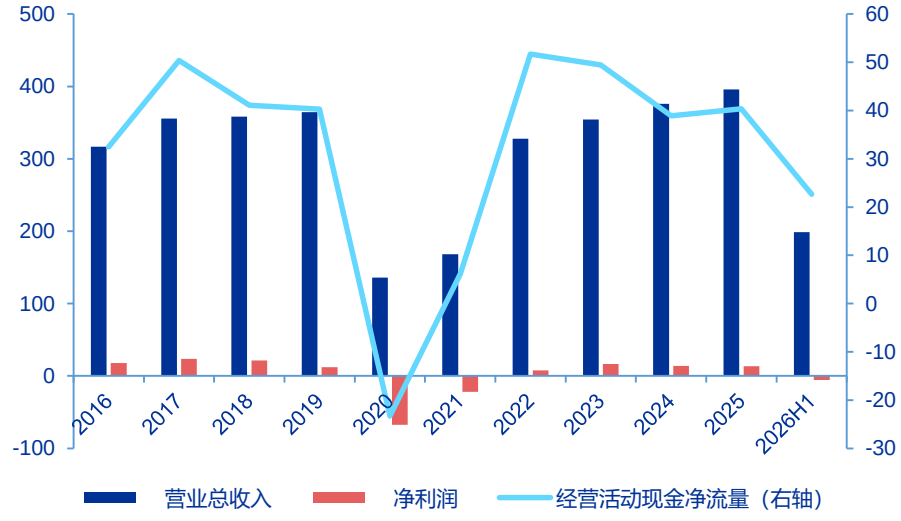


下载日志已记录，仅供内部参考

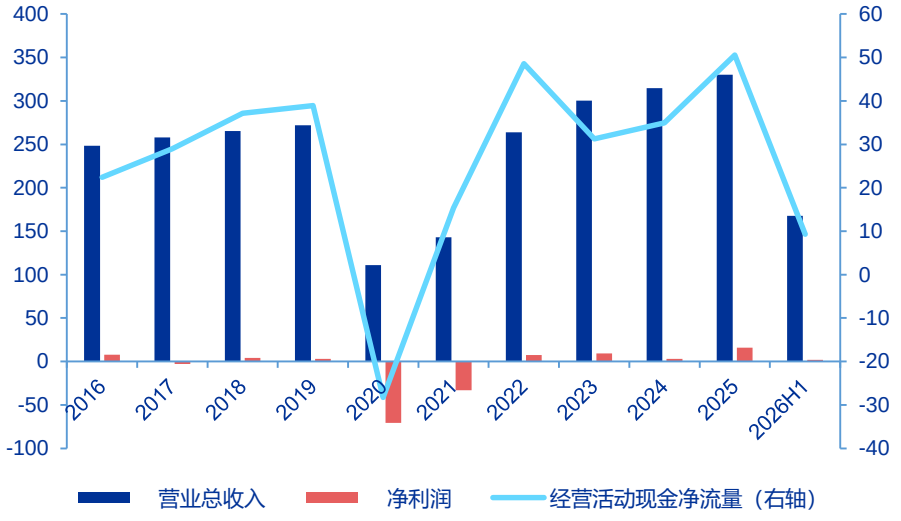
客货混合承运人——欧洲样本：汉莎航空&法荷航集团

- **汉莎航空&法荷航集团——独立货运子公司 + 集团客机腹舱的双重货运供给结构**
- 欧洲双雄2016-19年整体营收体量大、利润薄。 汉莎17-19年营收稳定在350亿欧元上下、法荷航250–270亿欧元区间，汉莎净利率5%左右、法荷航大约1%。原因在于欧洲市场本身竞争激烈——低成本航空（瑞安、易捷等）挤压短程票价，中东三强分流远程中转客源，叠加欧洲高人工、高税制，货运只是营收的补充项；2020–2021年受疫情深度冲击，期间货运运价虽暴涨，但体量不足以对冲客运缺口。
- 2022–2025年进入修复期，两家营收创新高，25年法荷航利润创新高。货运红利+客运报复性复苏双轮驱动。2026年上半年再度承压：外部油价冲击叠加红利消退。中东局势导致部分空域关闭、航线绕飞推高航油与机组成本，美国关税压制跨大西洋与亚欧货量，净利润再度逼近盈亏线。

图：汉莎航空盈利情况（亿欧元）



图：法荷航盈利情况（亿欧元）

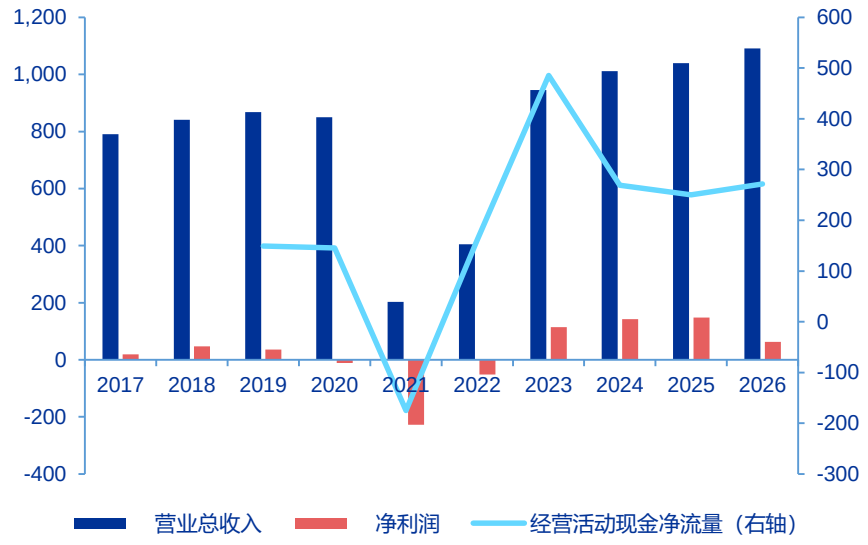


下载日志已记录，仅供内部参考

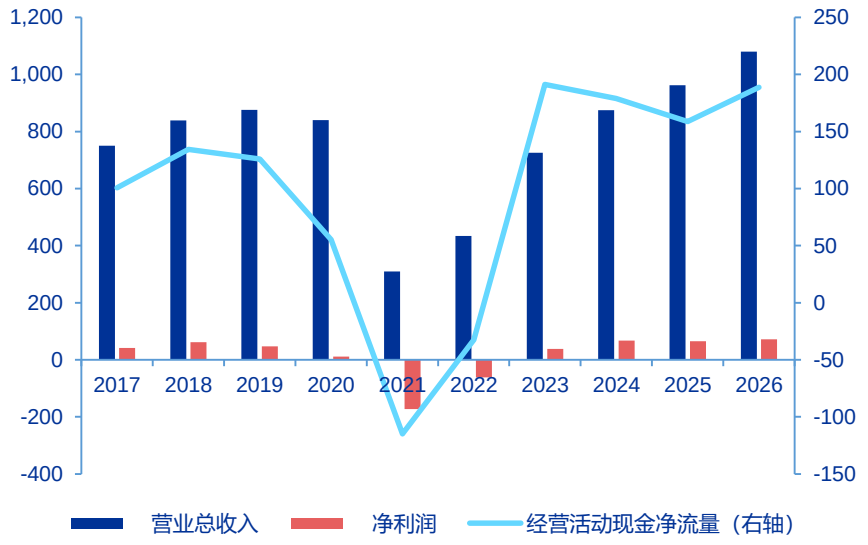
客货混合承运人——亚洲样本：新加坡航空&ANA&大韩航空

- **新加坡航空&ANA&大韩航空——新加坡航空和ANA以客运恢复驱动盈利改善，大韩航空兼具货运与国际中转网络优势，疫情后现金流和利润修复更快。**
- 新加坡航空26年二季度公司收入同比提升19.3%，主要受益于市场需求旺盛。受中东冲突推动，燃油净成本大幅增加9.91亿美元。净利润规模减少 2.62 亿美元，录得 7600 万美元净亏损，主要原因为运营利润下降以及印度航空的亏损份额影响。
- ANA控股疫情期间客运收入大幅收缩、利润转亏，经营现金流也明显下滑；2023年起日本出入境需求恢复，收入与利润快速反弹，2024—2025年归母净利润保持在较高水平。经营活动现金流维持强劲。

图：新加坡航空盈利情况（3月财年，亿元人民币）



图：ANA控股盈利情况（3月财年，亿元人民币）

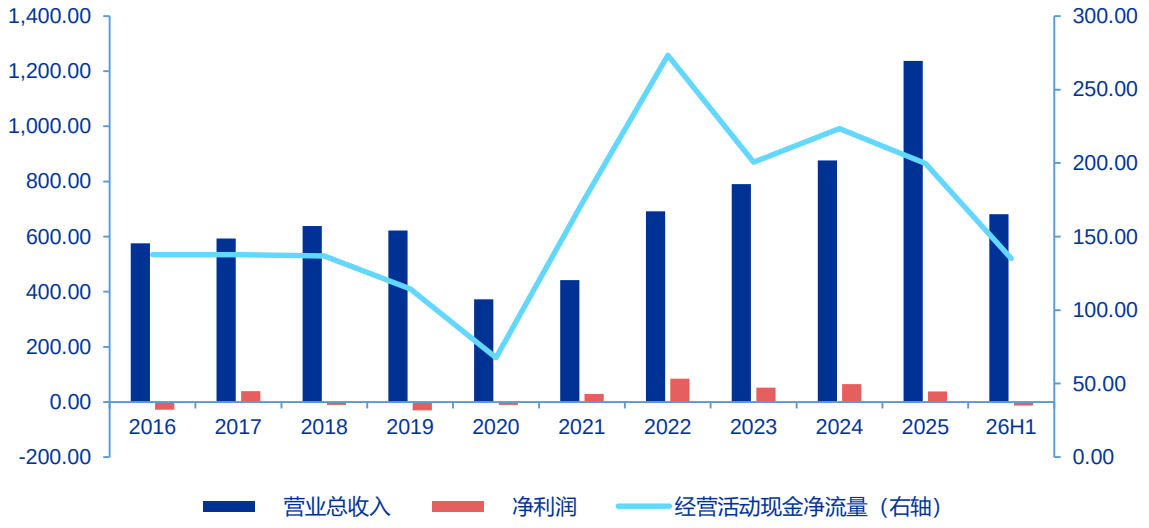


下载日志已记录，仅供内部参考

客货混合承运人——亚洲样本：新加坡航空&ANA&大韩航空

- **新加坡航空&ANA&大韩航空——新加坡航空和ANA以客运恢复驱动盈利改善，大韩航空兼具货运与国际中转网络优势，疫情后现金流和利润修复更快。**
- 大韩航空26年二季度营收较上年同期增长26%，创下历史二季度最高纪录。但受国际油价上涨带来的成本负担等因素影响，营业利润较上年同期减少34%。26H1公司净利润亏损折合人民币约13.05亿元。
- 货运业务有力支撑了整体业绩。受AI投资扩大带动的半导体相关货物以及K-美妆出口增加的拉动，航空货运需求持续增长。正如疫情期间货运业务挑起大梁、有效应对旅客需求骤降的局面一样，在外部不确定性加剧、航空业绩承压的背景下，货运板块依然发挥着稳定收益来源的重要作用。

图：大韩航空盈利情况（亿元）



下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 全球航空货运业景气度上升
2. 客货混运承运人：客运业务为主，客机腹舱+全货机双轮驱动
3. 物流集成商：重资产货机梯队，多业务形成全球集散网络
4. 专业空运物流商：货运“纯度”高，全货机+货站+综合物流构建壁垒
5. 投资分析意见
6. 风险提示

SWS RESEARCH

下载日志已记录，仅供内部参考

专业空运物流商——追求“时效确定性”，航空网络是成本中心

- **集成商商业模式与网络构建：超级枢纽夜间波次分拣（小时级处理能力）；分层机队宽体干线+窄体/支线补频；端到端控制自有航空+地面+清关（单票成本与时效确定性）。**



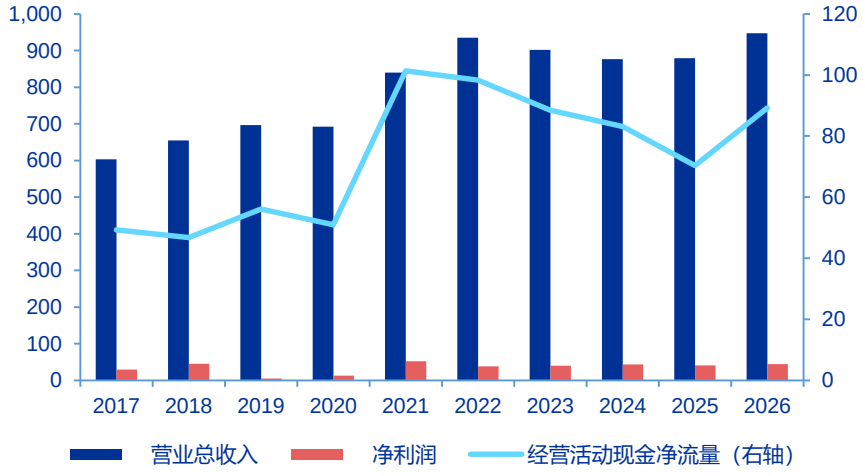
资料来源：公司公告、U.S.News，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

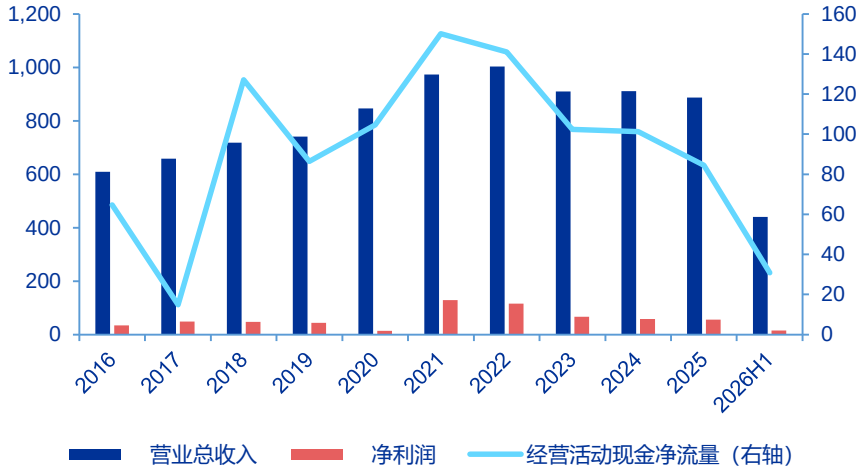
物流集成商——FedEx & UPS & DHL

- **与传统航空公司相比，FedEx、UPS和DHL均拥有航空网络、地面分拨及末端派送体系，收入规模更大、经营现金流更稳定，但也更受全球贸易、跨境电商和包裹价格周期影响。**
- FedEx航空隔夜快递起家，航空基因最强，规模大。营业收入在疫情期间显著增长，2022财年前后达到高位，随后在货运需求放缓和企业主动去库存背景下小幅回落。净利润在2019—2020年出现明显低点，主要与业务重组、资产减值及整合成本有关；之后随着提价、网络优化和成本控制推进而恢复。
- UPS起源地面卡车，重点做医疗、工业企业等高价值B2B物流。2021年全球包裹供需紧张期间，公司通过运力管控、客户结构优化和价格上调，实现收入、净利润及经营现金流同步大幅提升。此后，随着电商需求正常化、客户去库存及小件包裹价格压力增加，收入和利润有所回调，但整体仍高于疫情前水平。其盈利能力较强，与美国国内高价值包裹业务占比高、定价能力较强有关。

图：FedEx盈利情况（5月财年，亿美元）



图：UPS盈利情况（亿美元）

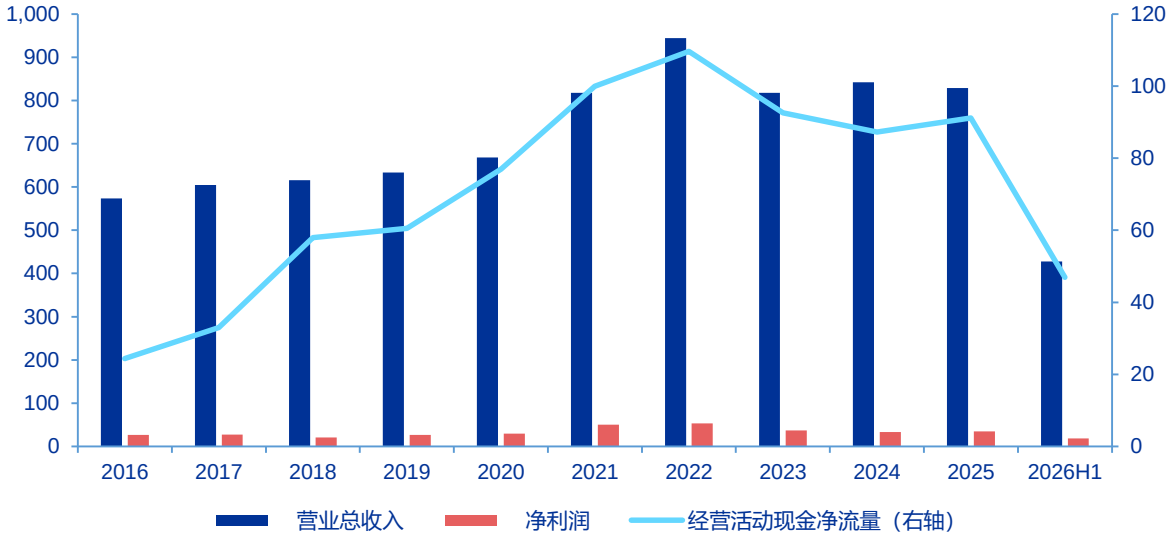


下载日志已记录，仅供内部参考

物流集成商——FedEx & UPS & DHL

- **与传统航空公司相比，FedEx、UPS和DHL均拥有航空网络、地面分拨及末端派送体系，收入规模更大、经营现金流更稳定，但也更受全球贸易、跨境电商和包裹价格周期影响。**
- **DHL隶属于德国邮政集团，作为全球头部物流集成商，公司具备航空运输、地面分拨、末端派送的完整闭环网络。**2016-2022年集团营业总收入整体向上，经营活动现金净流量持续改善。疫情期间跨境电商需求爆发，带动营收、净利润、经营现金流同步上行，2022 年到达周期高点。后疫情阶段，海外消费降温、跨境包裹需求回落，集团营收小幅回落，净利润保持相对韧性，但经营活动现金净流量出现明显下行。集成商整体业绩受全球贸易景气、跨境包裹量价直接影响，同时燃油、人力成本也会对盈利形成扰动。

图：DHL盈利情况（亿USD）



下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 全球航空货运业景气度上升
2. 客货混运承运人：客运业务为主，客机腹舱+全货机双轮驱动
3. 物流集成商：重资产货机梯队，多业务形成全球集散网络
4. 专业空运物流商：货运“纯度”高，全货机+货站+综合物流构建壁垒
5. 投资分析意见
6. 风险提示

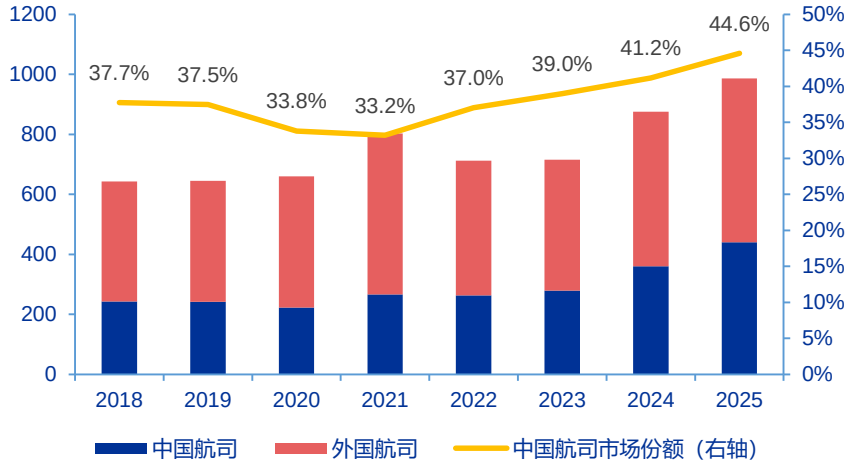
下载日志已记录，仅供内部参考

专业空运物流商——货运“纯度”高，全货机+货站+综合物流构建壁垒

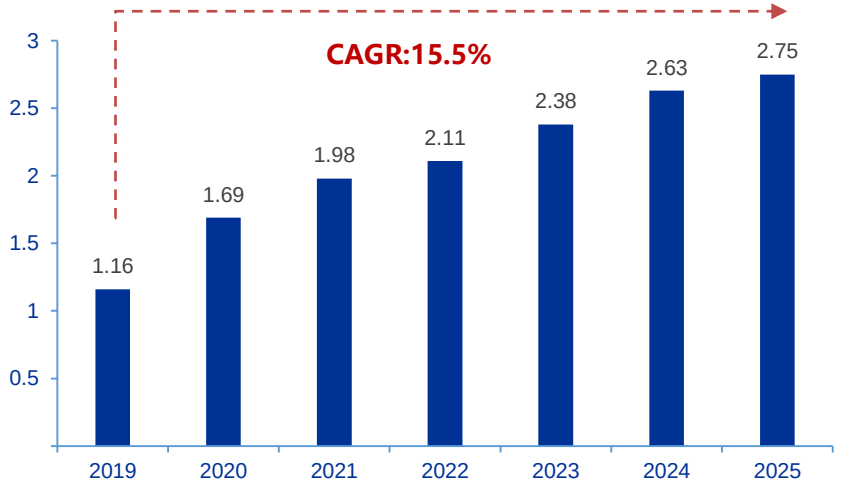
航空货运航司较疫情前盈利能力大幅提升

- 疫情前18、19年受到中美经贸摩擦影响，空运市场需求偏弱、运力供给过剩、运价走低，比较基数不高。
- 疫情前航司货运业务主要是干线运输，赚的是运输价差，现在是“干线运输+货站+物流解决方案”，和疫情前单纯依赖运价波动相比，盈利来源更丰富，抗波动能力也更强。
- 航司经营效率比疫情前提高，尤其是飞机利用率、枢纽、货站效率。疫情前国货航全货机飞机利用率不足9小时、东航物流12小时多，25年东航物流日利用率13.09小时、国货航25年利用率13.38小时，均达到历史新高。货邮运输周转量、货邮运输量近年均在提升，货站也进行智能化建设，整体运营更高效。
- 中国航司在中国国际航线的货邮竞争中，份额在持续提升，也是未来的趋势。

图：中国航司承运国际航线货邮情况



图：中国跨境电商进出口总额（万亿元人民币）

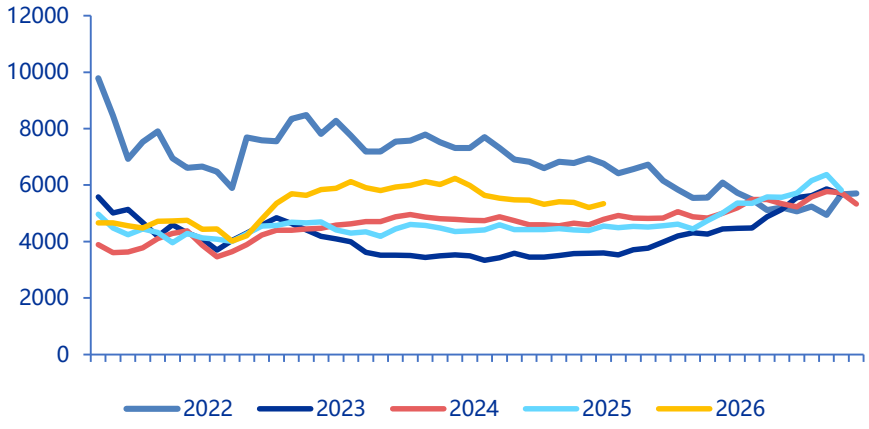


下载日志已记录，仅供内部参考

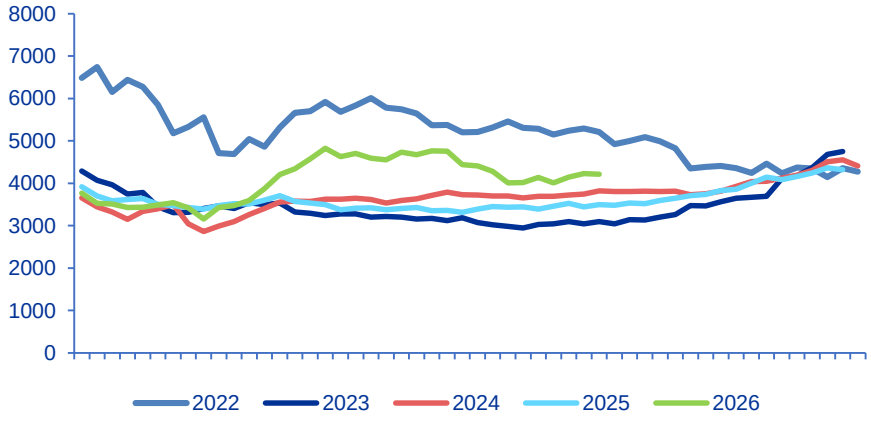
专业空运物流商——货运“纯度”高，全货机+货站+综合物流构建壁垒

- **运价预计维持相对高位，疫情后行业运价中枢抬升，虽然从疫情期间的顶点回落，但是没有回到疫情前。1）行业的景气度较疫情前更高；2）货运较客运的供给更紧张；3）航空供应链航材、维修、人工等成本上升，当前油价的上涨等，成本的上升预计运价也难回到过去。**
- 中国货运航司受益于AI等高附加值贸易和跨境电商出口的红利。从出口货物品类看，2025年中国空运出口总货量约586.61万吨，同比+13.38%。从货物品类来看，空运出口货物以机器设备组件、高科技产品、消费品、工业原材料、服饰等为主，合计占比达到81.3%。
- AI相关贸易货值的三分之二以上由航空货运承担，数据存储单元和服务器等关键产品分别有68%和56%的贸易量依赖航空货运；在AI相关贸易中，中间输入品占比达68%，其中74%依赖航空运输。存储芯片等关键组件，几乎全部通过航空货运进行运输。尽管AI设备的运价远高于普通货物，但单台服务器数百万美元的货值之下，空运运费仅占硬件总成本0.2%-0.5%，科技企业普遍愿意承担空运溢价，航空货运成为跨国运输的首选。

图：上海浦东出口空运运价指数



图：中国香港出口空运运价指数

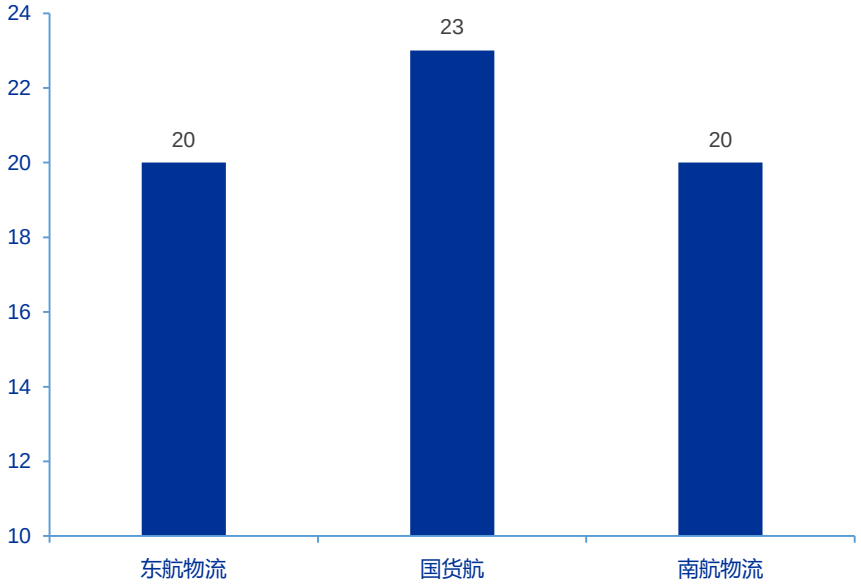


下载日志已记录，仅供内部参考

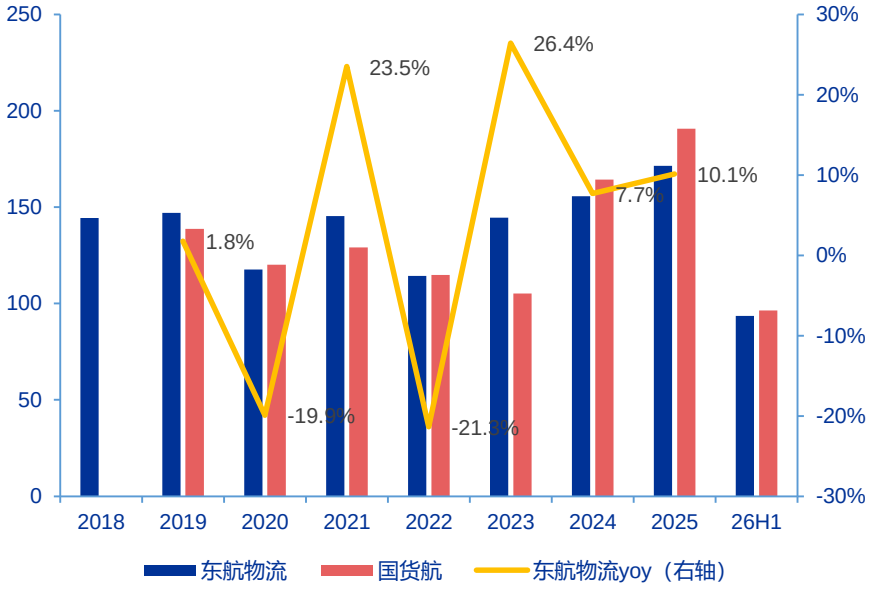
专业空运物流商——货运“纯度”高，全货机+货站+综合物流构建壁垒

- **航空速运业务：**全货机运输和客机腹舱运输两种方式，提供覆盖国际与国内主要航线网络的多层次航空物流服务。截至2026年上半年，东航物流拥有20架B777全货机并独家经营东航股份公司833架客机腹舱货运业务；国货航拥有可利用全货机23架，其中B777机型13架、B747机型2架、A330机型8架，独家经营中国国航客机腹舱972架货运业务；南航物流拥有全货机20架，其中B777全货机19架、B737全货机1架。

图：三大航可利用全货机数量（截至26H1，架）



图：货邮运输量及增速（万吨）

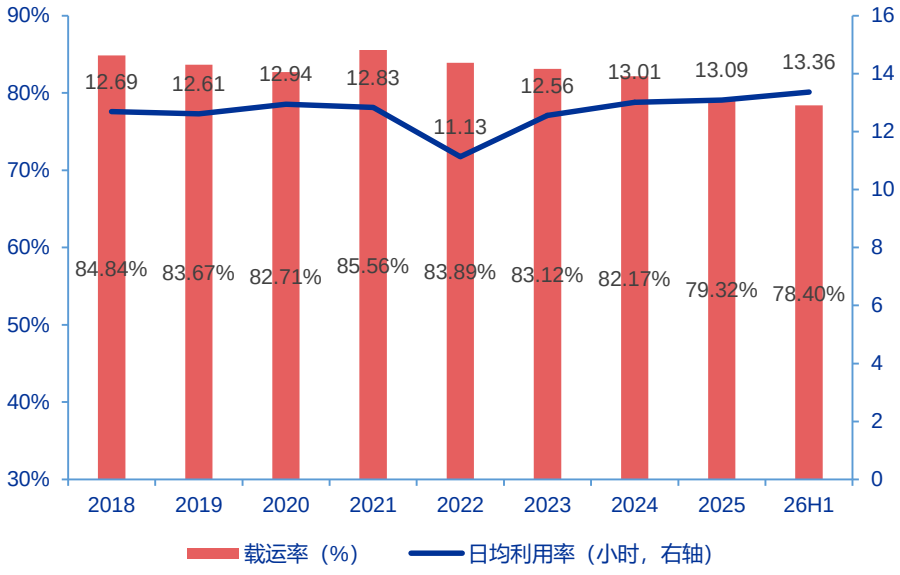


下载日志已记录，仅供内部参考

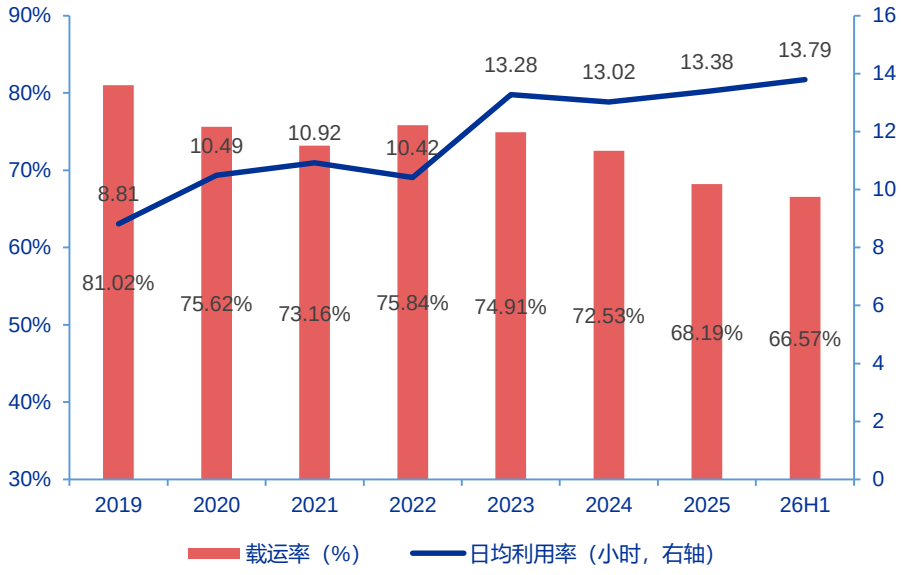
专业空运物流商——货运“纯度”高，全货机+货站+综合物流构建壁垒

- **货站业务：**东航物流在核心枢纽机场拥有17个自营货站，全球第二大航空货运枢纽上海市场份额超50%，实现对关键资源的卡位；国货航拥有北京、杭州、成都等五地六大自有货站，构建了较为完善的货站体系。
- **综合物流解决方案：**受益于跨境电商景气度提升及AI相关货种货量增长，产地直达业务如生鲜运输、医药冷链等不断增长。近一年多受到国际贸易局势、政策对跨境电商的影响，但航空货运韧性依然显著。

图：东航物流全货机日均利用率及载运率



图：国货航全货机日均利用率及载运率

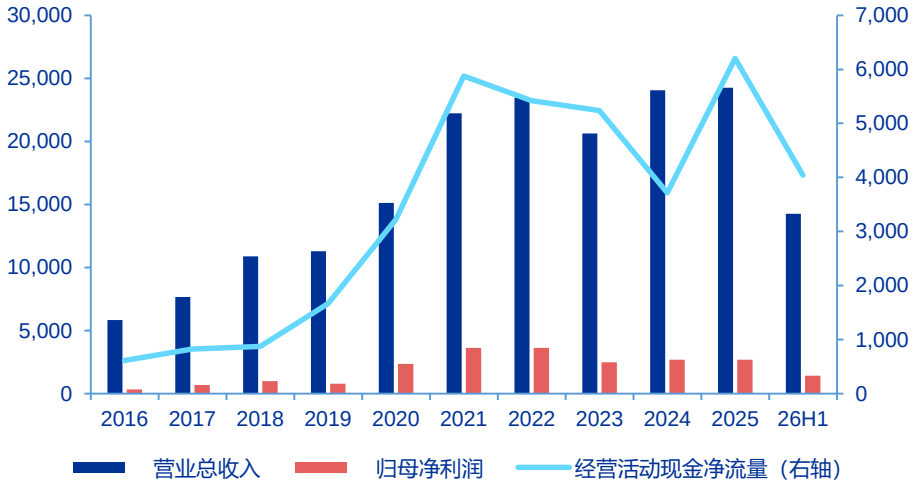


下载日志已记录，仅供内部参考

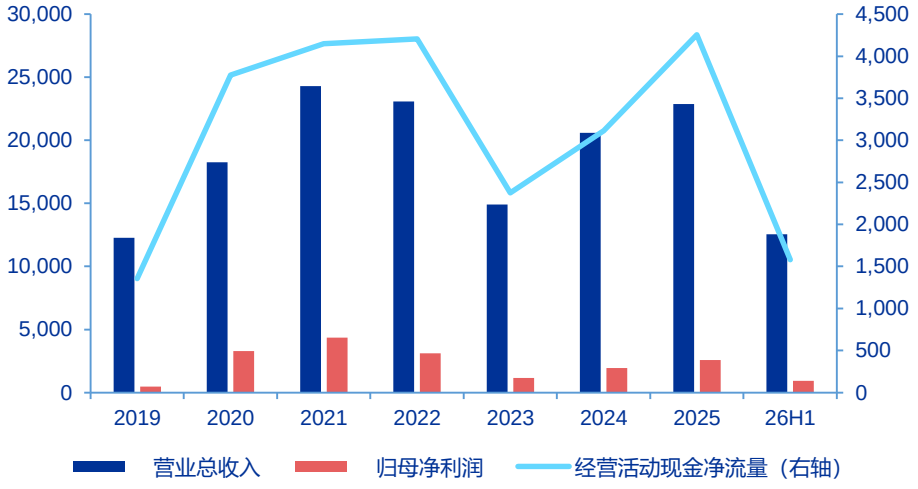
专业空运物流商——东航物流&国货航

- **本轮周期“量增”+“价涨”成为新驱动，货站+综合物流平滑周期**
- **东航物流利润中枢上移后企稳。**营收从2016年的58亿元增长至2025年的243亿元，台阶式跃升来自三段驱动：2018年混改落地、2021年上市后全货机扩张、2022年起跨境电商景气上行。归母净利润在疫情运价峰值期冲高至约36亿元，2023年随运价回落至25亿元，2024–2025年稳定在27亿元左右。货站与综合物流业务（25年毛利率31%/16%）有效对冲了周期运价下行。2025年经营性现金流62亿元，创十年新高，显示盈利质量扎实。
- **国货航运价弹性大，强劲修复。**营收在2021–2022年运价高点冲至243亿元，2023年随运价回落，2024–2025年跨境电商需求+全货机机队扩张带动归母净利润逐年增长，25年达到25.85亿元，经营现金流同步回升至43亿元的历史高位。

图：东航物流盈利情况（百万元）



图：国货航盈利情况（百万元）



下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 全球航空货运业景气度上升
2. 客货混运承运人：客运业务为主，客机腹舱+全货机双轮驱动
3. 物流集成商：重资产货机梯队，多业务形成全球集散网络
4. 专业空运物流商：货运“纯度”高，全货机+货站+综合物流构建壁垒
5. 投资分析意见
6. 风险提示

SWS RESEARCH

下载日志已记录，仅供内部参考

全球估值比较：

- **估值与“货运业务纯度×网络壁垒”正相关**
- 客货混合型航空公司PE均值约10x、PB约1x左右，处于较低估值区间，反映市场对传统航空业高资本开支、盈利周期性及油价波动风险等给予的周期定价。
- FedEx、UPS、DHL全球物流集成商PE均值约18x，PB也显著高于传统航司，体现其全球网络、综合物流能力及盈利稳定性带来的估值定价。
- **国内专业航空货运企业中，国货航22xPE、1.9xPB，东航物流11xPE、1.5xPB。当前东航物流的估值接近客货混合型航司，但货运业务纯度更高、货站等壁垒强，合理估值给15xPE，业绩增长和估值重估将打开中长期成长空间。**

表:全球典型货运航司估值情况（数据截至9月3日）

代码	公司	PE-TTM	PB-MRQ	备注	市值（亿元）	单位
0293.HK	国泰航空	6.50	1.50	客货混合型承运人	872	港元
2618.TW	长荣航空	9.01	1.66		2,311	新台币
2610.TW	中华航空	9.54	1.26		1,263	新台币
LHA.DF	汉莎航空	13.78	0.76		92	欧元
AF.PA	法荷航集团	1.89	3.04		30	欧元
C6L.SG	新加坡航空	17.96	1.23		213	新加坡元
003490.KS	大韩航空	—	1.02		107,336	韩元
9202.T	ANA控股	8.71	1.03		14,417	日元
	平均值	**9.63**	**1.44**			
FDX.N	FedEx	17.31	2.43	物流集成商	768	美元
UPS.N	UPS	19.27	5.84		881	美元
DHL.DF	DHL	16.62	2.77		618	欧元
	平均值	**17.73**	**3.68**			
.SH	航物流	.	.	专业空运物流商		人民币
001391.SZ	国货航	21.86	1.85		494	人民币

下载日志已记录，仅供内部参考

投资分析意见及估值表

- **专业空运物流商全货机和货站资产具备资源禀赋优势，随着公司全货机运力规模的战略扩容和航线网络覆盖的持续提升，洲际货运业务的货源结构与货量规模有望实现双重优化。**
- **当前俄乌冲突与中东局势升级的叠加影响，全球空运航线网络出现明显扰动，具体表现为空域封锁导致的航线绕行、飞机利用率下降及有效运力减少。今年以来AI、半导体相关货物的需求继续增长，高货值、高时效货种支撑运价水平。在航空货运需求总体稳定的背景下，下半年逐步进入空运市场旺季，预计当前供需错配格局下将推动航空货运运价中枢维持高位，中国货运航司凭借自身优势将成为本轮行情的主要受益者。重点推荐东航物流、国泰航空，关注国货航。**

表：航空货运公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2026/9/4		PB	申万预测归母净利润(亿元)				PE		
			收盘价(元)	总市值(亿元)	PB-MRQ	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
601156.SH	东航物流	买入	19.25	306	1.53	26.88	29.12	33.19	36.40	10	9	8
0293.HK	国泰航空	买入	14.42	877	1.51	108.28	122.20	116.95	125.70	7	7	7
001391.SZ	国货航	—	4.10	501	1.88	25.85	—	—	—	—	—	—

注：东航物流、国货航货币单位为人民币，国泰航空货币单位为港元

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 全球航空货运业景气度上升
2. 客货混运承运人：客运业务为主，客机腹舱+全货机双轮驱动
3. 物流集成商：重资产货机梯队，多业务形成全球集散网络
4. 专业空运物流商：货运“纯度”高，全货机+货站+综合物流构建壁垒
5. 投资分析意见
6. 风险提示

SWS RESEARCH

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **宏观经济、需求增长不及预期：**航空物流行业与宏观经济增长速度呈现较强的正相关关系，同时也与下游客户所处行业及其增速、产业结构变化密切相关。在经济处于扩张时期，货物运输需求增加，运价上升，航空物流业繁荣；反之，在经济处于紧缩时期，货物运输需求减少，运价下滑，航空物流业衰弱。宏观经济的波动情况将对航空物流行业的供需及运价水平产生影响，进而影响公司未来的经营业绩。
- **国际贸易政策不确定风险：**航空物流服务业务的终端客户覆盖面广、承运货物品种多，且跨境物流服务收入占比较高，整体上与国际贸易政策的变化密切相关。若全球贸易环境复杂性、严峻性、不确定性进一步上升，如各国采取或调整进出口关税措施、进出口限制措施等贸易保护手段，则会影响贸易格局、贸易方式、贸易总量，会通过客户的运输需求传导间接影响公司经营业绩。
- **航空油价、汇率向不利方向变化：**航油成本是重要的成本支出项之一，航油价格波动将影响公司利润水平。航空速运和综合物流解决方案业务涉及外币结算，购置飞机、航材等的采购成本也会受到汇率波动的影响。油价、汇率向不利方向变化将会影响公司当期利润。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）	：相对强于市场表现20%以上；
增持（Outperform）	：相对强于市场表现5%～20%；
中性(Neutral)	：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
减持(Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性(Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡(Underweight)	：行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（BUY）：	：股价预计将上涨20%以上；
增持（Outperform）	：股价预计将上涨10-20%；
持有（Hold）	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持（Underperform）	：股价预计将下跌10-20%；
卖出（SELL）	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性(Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	：恒生中国企业指数（HSCEI）

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

下载日志已记录，仅供内部参考

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

下载日志已记录，仅供内部参考

有信仰敢担当
守正创新追求卓越

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)